

强烈推荐-A (首次)

中国出版 601949.SH

当前股价: 5.18 元

2020 年 11 月 04 日

现代出版先驱，敢云有志竟成

基础数据

上证综指	3271
总股本(万股)	182250
已上市流通股(万股)	182250
总市值(亿元)	94
流通市值(亿元)	94
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	40.8%
主要股东	中国出版集团有限公司
主要股东持股比例	76.05%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

谢笑妍

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
S1090519030003

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

研究助理

陈良栋

chenliangdong@cmschina.com.cn

中国出版是集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业，旗下囊括了一批历史悠久、知名度较高和行业地位突出的优秀出版社；公司近年财务表现十分稳健，因疫情冲击业务承压，但公司积极应对毛利率逆势回升。《新华字典（第 12 版）》的面世有望积极贡献增量。

- **集合优质出版品牌，打通产业链上下游。**公司依托国家文化体制改革于 2011 年转制成立；公司控股股东为国务院出资设立的出版集团，股权结构稳定；公司业务涵盖出版、发行、物资供应、印刷以及部分零售书店渠道，产业链上下游的全面布局有利于各业务协同，形成规模优势。
- **财务表现“稳”字当头，疫情期间略有回调。**2019 年中国出版实现营业收入/归母净利润 63.1/ 7.03 亿元，同比增速 18.36%/16.67%；毛利率与净利率总体保持稳定态势，疫情期间降费提效毛利率有所回升；公司营运情况总体健康有序，受疫情影响下游客户回款速度放缓，但公司积极盘活库存取得明显成效；公司在手现金充裕，投资回报可观。
- **“主流化”成就品牌地位，“市场化”开辟前进空间。**公司旗下人民文学、中华书局、商务印书馆、三联书店等多家优质出版资源出版了一大批拳头作品，拥有广阔读者市场；此外，公司还积极推进版权输出与数字化改造等发展战略；2020 年 8 月面世的《新华字典（第 12 版）》以及 2021 年建党一百周年之际的相关主题出版物有望积极贡献增量。

考虑到疫情影响逐渐式微、出版行业三四季度迎来复苏，以及《新华字典（第 12 版）》与主题出版有望积极贡献增量，我们预计 2020-2022 年公司分别实现主营业务收入 61.85/75.55/88.45 亿元，实现净利润 7.13/9.49/10.80 亿元，对应 PE 分别为 13.2/9.9/8.7，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：新书面世表现不及预期；市场竞争加剧风险；图书销售平台竞争加剧，折扣力度增加的风险。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	5331	6315	6185	7555	8845
同比增长	14%	18%	-2%	22%	17%
营业利润(百万元)	660	795	805	1072	1218
同比增长	-11%	20%	1%	33%	14%
净利润(百万元)	601	703	713	949	1080
同比增长	-14%	17%	1%	33%	14%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.39	0.52	0.59
PE	15.7	13.4	13.2	9.9	8.7
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、集合优质出版品牌，打通产业链上下游	4
1、股权结构稳定，旗下拥有多家优质出版社	4
2、借力文化体制改革，成就综合出版企业	4
3、聚焦图书出版，稳步推进上下游协同	5
二、近年财务表现较为稳健，受疫情影响短期业绩承压	6
1、营业收入与归母净利稳定增长，疫情冲击致使短期承压	6
2、成本管控能力较强，费用率近年保持稳定	7
3、营运能力健康，存货水平不断下降	8
4、在手现金充裕，投资回报可观	9
三、“主流化”成就品牌地位，“市场化”开辟前进空间	9
1、优质出版社+品质出版物，市占率行业领先	9
2、走出去面向世界，数字化着眼未来	12
3、新华字典第十二版面世，建党百年迎来主题出版新契机	13
四、盈利预测	15
五、风险提示	17

图表目录

图 1：中国出版股权结构	4
图 2：中国出版发展历程	5
图 3：中国出版图书出版品类丰富	6
图 4：中国出版近三年主营业务收入（单位：亿元）构成情况	6
图 5：中国出版营业收入变化情况	7
图 6：中国出版归母净利润变化情况	7
图 7：中国出版营业成本情况	7
图 8：中国出版毛利率与净利率情况	7
图 9：中国出版三大费用率情况	8
图 10：中国出版应收账款与存货周转情况	8
图 11：中国出版存货变化情况	8
图 12：中国出版货币资金变化情况	9
图 13：中国出版股息率与年度分红比例	9

图 14: 中国出版旗下近年获奖图书	12
图 15: 中国出版走出去的部分成果	13
图 16: 中国出版的部分数字出版成果	13
图 17: 新华字典的改版历程	14
图 18: 近期公司出版的部分主题出版物	14
图 19: 实体书店渠道指数变化图	15
表 1: 中国出版旗下出版社	9
表 2: 2017-2019 年中国出版图书出版情况	12
表 3: 2019 年中国出版图书市场占有率	12
表 4: 中国出版营业收入（单位：亿元）预测拆分	15
表 5: 可比公司估值情况	16
附：财务预测表	18

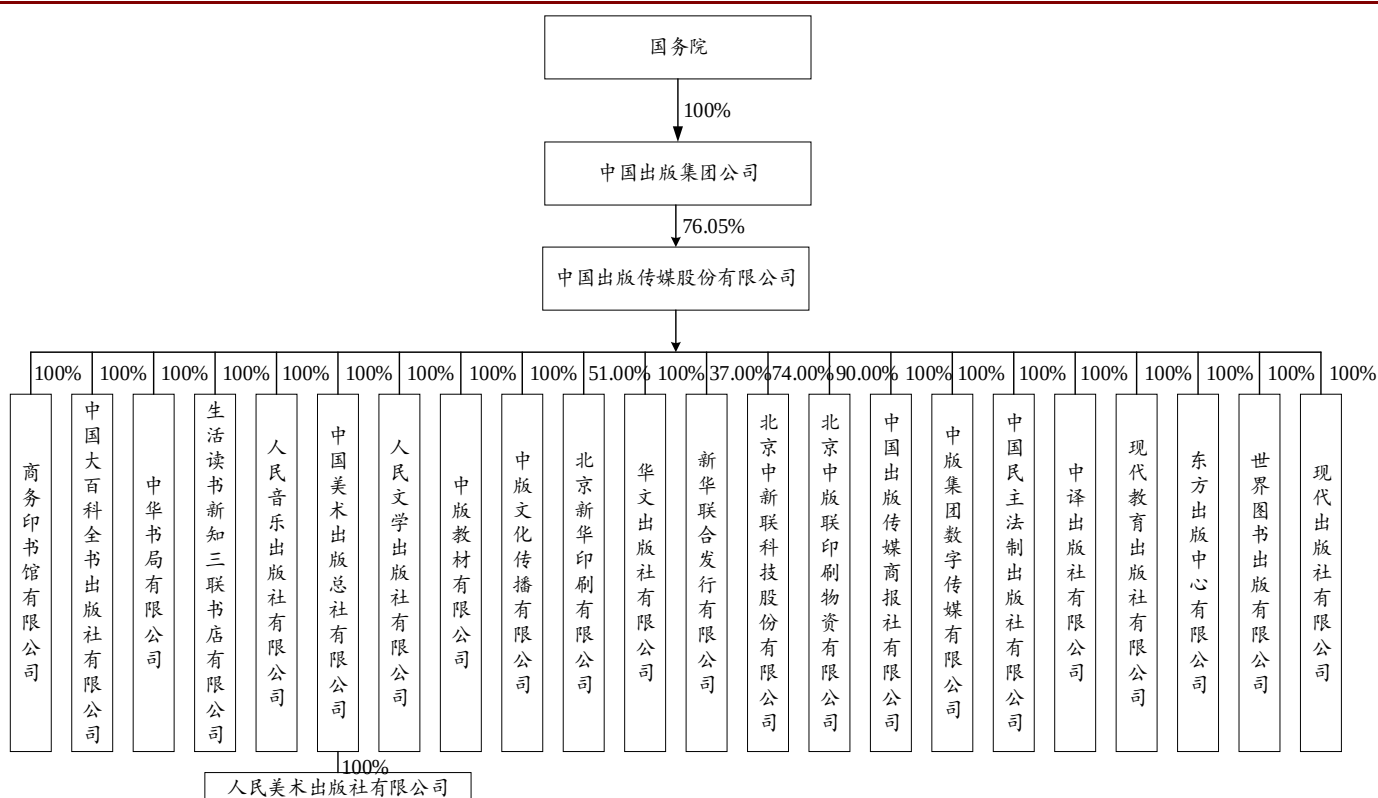
一、集合优质出版品牌，打通产业链上下游

中国出版是以图书、报刊、电子音像等出版物出版为主业，集出版、发行、物资供应、印刷等业务于一体的大型出版企业。公司出版业务以大众出版和专业出版为主，同时涉及教育出版，出版品种涵盖工具书、文学、语言、学术、法律、经济与管理、音乐、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、传记、动漫、政治、古籍等多个细分领域，拥有庞大的作者资源和读者群体，具有强大的文化影响力。

1、股权结构稳定，旗下拥有多家优质出版社

中国出版集团有限公司为公司控股股东，持股比例高达 76.05%，公司股权结构总体保持稳定。公司控股或参股多家优质出版社与产业链上下游企业。根据 2020 年半年报显示，公司 100%控股商务印书馆、中国大百科全书、中华书局、人民音乐、中国美术（人民美术出版社为其全资子公司）、人民文学出版社、生活·读书·新知三联书店等多家知名出版社。此外还持有以印刷为主业的北京新华印刷有限公司 51.00%股份以及以发行为主业的新华联合发行有限公司 37.00%股份。

图 1：中国出版股权结构



资料来源：公司官网，Wind，招商证券

2、借力文化体制改革，成就综合出版企业

中国出版的发展历程与文化体制改革的进程紧密关联，主要分为三个阶段：

(1) 2002 年~2009 年：乘转制东风，汇多方合力

2002 年，党的十六大报告首次提出“根据社会主义精神文明建设的特点和规律，适应社会主义市场经济发展的要求，推进文化体制改革”，我国文化体制改革进程由此开启。作为文化行业的重要组成部分，出版业在当时有着迫切的改革需求。

2002 年 4 月 9 日，经中央机构编制委员会办公室批准成立事业单位——中国出版集团（以下简称“出版集团”）。包括人民文学出版社、中华书局、商务印书馆以及中国大百科全书出版社等优质国有出版社汇聚在出版集团旗下。2004 年 3 月 25 日，国务院作同意“中国出版集团”转制为“中国出版集团公司”。当年 6 月 30 日，国家发改委、财政部核准出版集团公司章程。2007 年 7 月 26 日，出版集团依法经工商总局核准登记，由事业单位改制设立为全民所有制企业，企业名称由“中国出版集团”变更为“中国出版集团公司”（2019 年 8 月更名为“中国出版集团有限公司”）。

（2）2010 年~2017 年：多部门助力，实现主板上市

自 2010 年起，包括中宣部、财政部以及新闻出版总署等多个部门在内先后发函批复助力出版集团改制重组。2011 年 12 月 19 日出版集团联合中国联通、文化产业基金和学习出版社共同发起设立中国出版传媒股份有限公司。2015 年 12 月 9 日，财政部同意中国出版首次公开发行股票并上市。

2017 年 8 月 21 日，中国出版传媒股份有限公司成功登录上海证券交易所交易，实现主板上市之梦，公司证券简称为中国出版，证券代码为 601949.SH。

（3）2018 年~至今：出版物上云，打造综合出版巨头

2017 年中国出版登陆 A 股主板，所募集资金除用于改善管理流程外，大部分利用于出版品牌目录建设或出版物上云，例如商务印书馆工具书云平台、诗词中国 2.0 建设项目等。未来随着募集资金不断投入到前期规划项目中，企业综合实力有望进一步提升。

图 2：中国出版发展历程



资料来源：公司招股说明书，招商证券

3、聚焦图书出版，稳步推进上下游协同

中国出版主营业务收入由出版、发行、物资供应、印刷和其他业务五部分组成。公司出版业务主要包括图书出版、报刊出版、电子音像出版及相关的版权业务。公司拥有一批历史悠久、具有较高知名度和行业地位的优秀出版社公司出版业务以大众出版和专业出版为主，同时涉及教育出版，出版品种丰富。

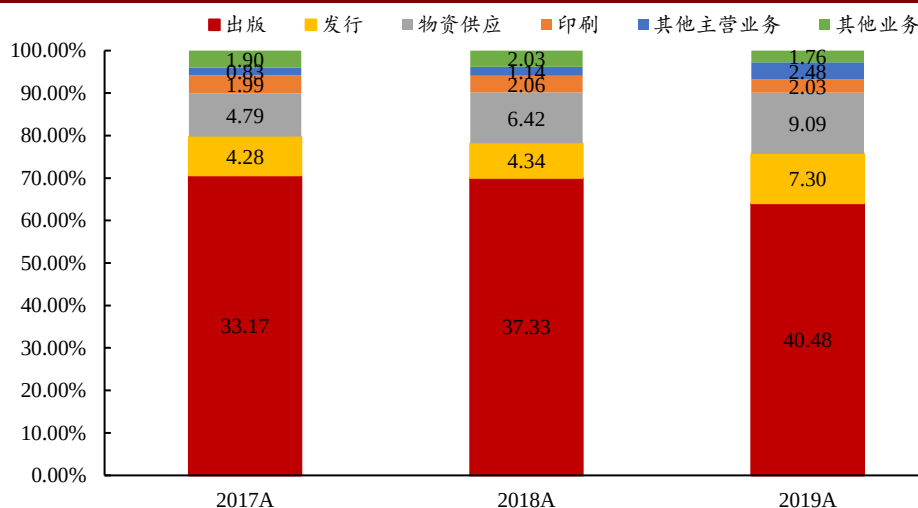
图 3: 中国出版图书出版品类丰富



资料来源: 当当网, 招商证券

公司专注于出版业务的同时也稳步推进上下游业务的协同: 上游物资供应通过下属子公司北京中版联印刷物资有限公司开展, 主要为向本公司子公司及向外部客户销售纸张等产品; 上游印刷业务主要通过下属子公司新华印刷开展, 主要为出版物及其他印刷品的印刷与装订; 下游发行业务主要通过下属子公司中版教材开展, 包括中华书局、商务印书馆、现代教育出版社、华文出版社等本公司子公司出版的教材发行业务及其他教育出版单位的教材发行业务。此外公司旗下还有部分零售书店, 包括商务印书馆的“涵芬楼书店”、中华书局的“灿然书屋”以及三联书店的“三联韬奋 24 小时书店”等。总体而言, 公司业务基本囊括了图书出版、印刷、发行和零售等各个环节。从营收构成来看, 出版业务近三年占营业收入的比重略有波动但均在 60% 以上; 印刷业务相对保持稳定; 发行业务和物资供应业务的营收占比有所提升。

图 4: 中国出版近三年主营业务收入(单位: 亿元)构成情况



资料来源: 公司年报, 招商证券

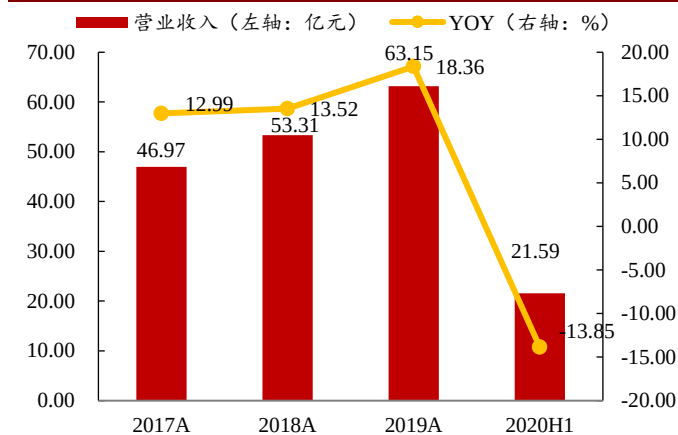
二、近年财务表现较为稳健, 受疫情影响短期业绩承压

1、营业收入与归母净利稳定增长, 疫情冲击致使短期承压

2019 年中国出版实现营业收入 63.15 亿元, 同比增速 18.36%, 2017~2019 年 CAGR 为 15.95%; 2019 年实现归母净利润 7.03 亿元, 同比增速 16.67%, 2017~2019 年 CAGR

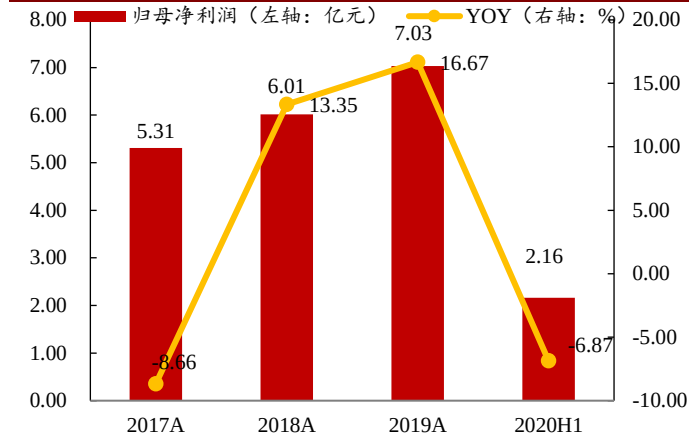
为 15.08%。总体而言，公司营业收入与归母净利保持稳定增长态势，这主要得益于公司旗下涵盖多家优质出版社资源，出版品种丰富，对于单品书籍依赖较小，能够有效平滑单品销售不佳带来的风险。

图 5：中国出版营业收入变化情况



资料来源：Wind、招商证券

图 6：中国出版归母净利润变化情况



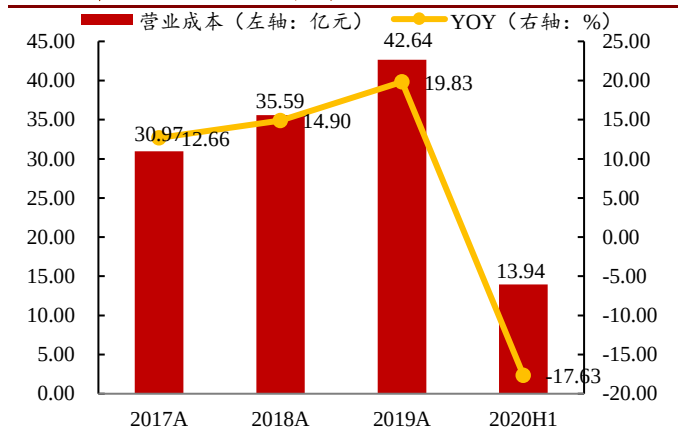
资料来源：Wind、招商证券

2020H1 公司实现营收 21.59 亿元，同比下滑 13.85%，实现归母净利润 2.16 亿元，同比下降 6.87%。主要是受疫情影响，线下销售渠道严重受阻拖累实销码洋，全国范围内的停课停学严重波及与中小学教育紧密相关的教材教辅和少儿图书出版等业务，继而也会进一步影响公司的物资供应与印刷业务，从而使得公司整体营收下滑。

2、成本管控能力较强，费用率近年保持稳定

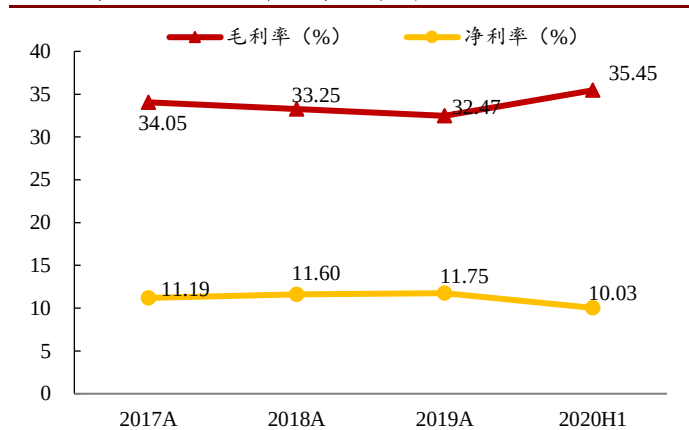
2019 年公司营业成本 42.64 亿元，同比增速 19.83%，2020H1 营业成本 13.94 亿元，同比下降 17.63%。总体而言，公司营业成本同比增速与营业收入同比增速趋同，表明公司成本管控能力较强，营业成本随营业收入变动而变动。

图 7：中国出版营业成本情况



资料来源：Wind、招商证券

图 8：中国出版毛利率与净利率情况

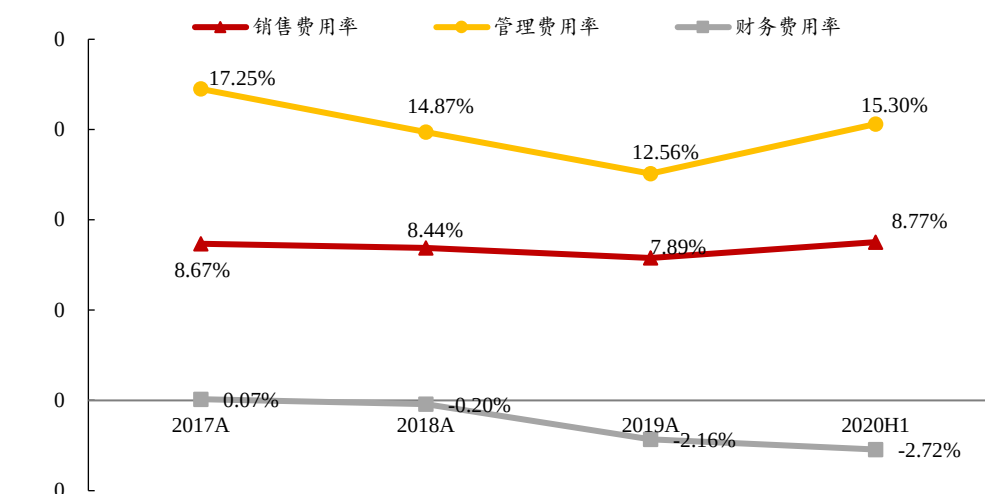


资料来源：Wind、招商证券

过去三年，公司毛利率稳定在 32%~34% 的区间内；2020 年上半年公司实现毛利率 35.45% 较前期明显提升，这主要是因为 2020 年上半年疫情发生后，公司积极主动调整生产计划，强调精品战略，毛利率较高的图书重印量有所增加，调整选题结构和生产节奏，致力于打造精品图书。报告期内，出版图书 8575 种，同比减少 1818 种。

公司净利率稳定在 11% 左右，2020H1 净利率录得 10.03%。公司管理费用率与销售费用率连续三年下滑，主要是公司整合物资供应、印刷与发行业务，加强业务协同，实现规模效应；2020H1 公司销售费用为 1.89 亿元，同比下降 17.04%，管理费用为 3.30 亿元，同比下降 3.92%，但由于同期营业收入降幅较大所以 2020H1 销售费用率与管理费用率的有所上升。特别地，公司财务费用率自 2018 年来进入负值区间，源于公司在手现金较多（2020H1 的数据显示，公司货币资金 50.23 亿元）且大多投入于中信银行与北京银行的结构存款等理财产品。

图 9：中国出版三大费用率情况

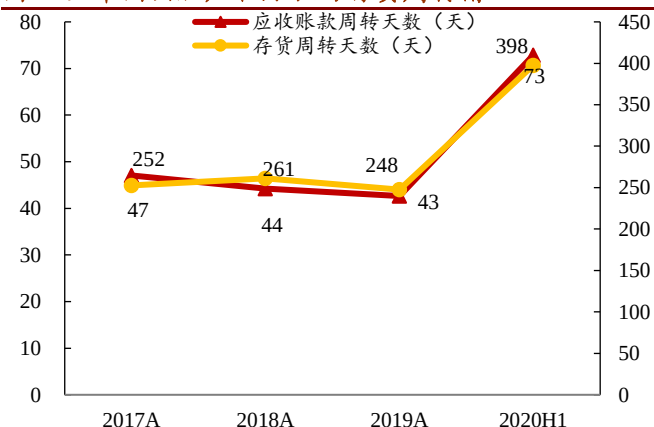


资料来源：公司年报，招商证券

3、营运能力健康，存货水平不断下降

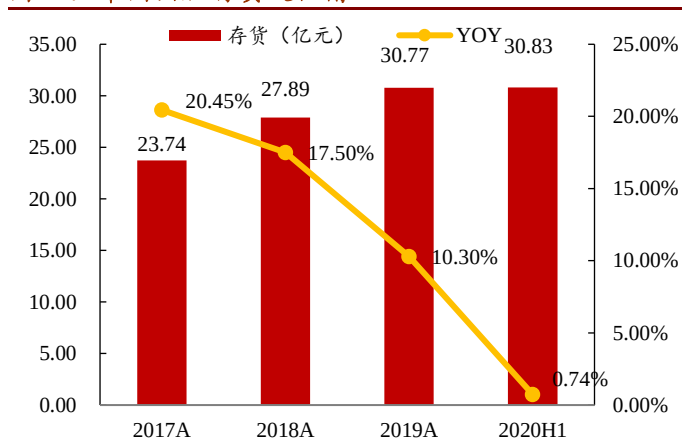
2017~2019 年，公司应收账款周转速度保持在 43 天~47 天左右，存货周转天数在 250 天上下，营运情况总体健康有序。2020 年上半年疫情使得线下销售渠道承压，下游客户结账回款进程放缓，应收账款周转速度下降。公司近年来积极调控和优化库存结构，对于滞销品种，加大力度推进流动性，多渠道、多手段消化不良库存。公司存货连续三年增速不断下调，2020 年上半年存货同比增速仅为 0.74%，这表明公司在疫情期间积极应对营运风险，上半年存货周转天数的上升有望在日后改善。

图 10：中国出版应收账款与存货周转情况



资料来源：Wind，招商证券

图 11：中国出版存货变化情况

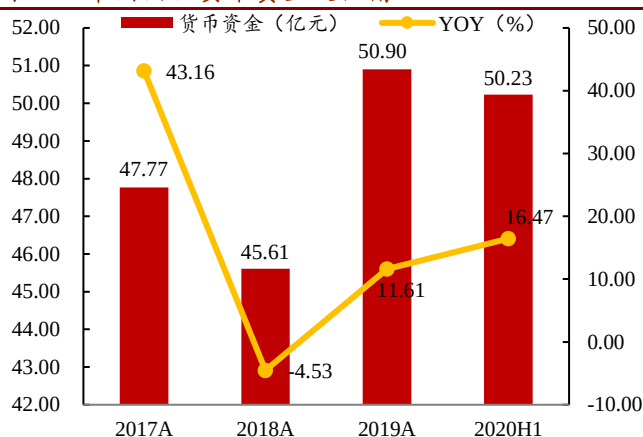


资料来源：Wind，招商证券

4、在手现金充裕，投资回报可观

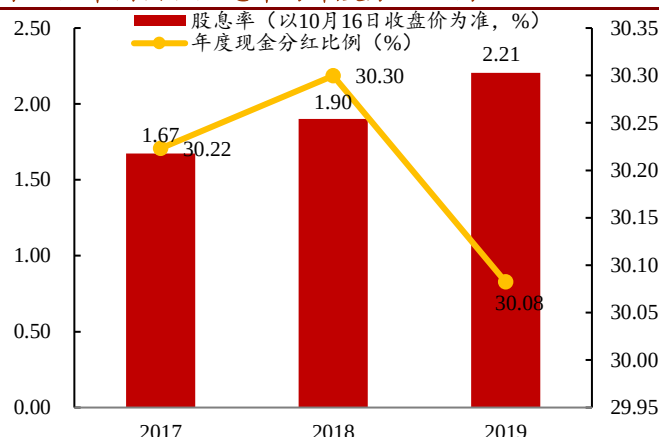
公司 2019 年度账面货币资金 50.90 亿元，同比增速 11.61%，2020 年上半年账面货币资金仍有 50.23 亿元，同比增速 16.47%。综合来看，2017 年以来公司账面货币资金始终维持在 45 亿元以上，最近年度报告显示公司大量货币资金主要用于购买银行理财产品，未来有望通过多元投资产生更高回报价值。2019 年度报告的股息率为 2.21%，过去三年公司年度现金分红比例始终维持在 30% 以上。2019 年年度分红比率较前期略有回调，录得 30.08%，总体投资回报可观。

图 12：中国出版货币资金变化情况



资料来源：Wind，招商证券

图 13：中国出版股息率与年度分红比例



资料来源：Wind，招商证券

三、“主流化”成就品牌地位，“市场化”开辟前进空间

1、优质出版社+品质出版物，市占率行业领先

公司囊括了一批历史悠久、知名度较高和行业地位突出的优秀出版社。公司旗下的商务印书馆（成立于 1897 年）、中华书局（成立于 1912 年）、生活·读书·新知三联书店（以下简称三联书店，成立于 1932 年）、人民文学出版社（成立于 1951 年）、人民音乐出版社（成立于 1954 年）、中国大百科全书出版社（成立于 1978 年）、中国民主法制出版社（成立于 1989 年）共 7 家出版社被评为国家一级出版社，进入“中国百佳出版社”行列。公司下属出版单位多次获得中国出版政府奖之先进出版单位奖、“全国新闻出版系统先进集体”称号、全国百佳图书出版单位等奖项。

表 1：中国出版旗下出版社

出版社名称	主营方向	发展历程	经典出版物
 商务印书馆	青少年素质教育读物、社会英语培训读物、中小学助学读物、青少年课外读物	是中国出版业中历史最悠久的出版机构。1897 年创办于上海，1954 年迁北京。	《新华字典》 《现代汉语词典》 “汉译世界学术名著丛书” 《牛津高阶英汉双解词典》



中华书局

整理出版中国古代和近代文学、历史、哲学、语言文字图书及相关的学术著作、通俗读物的专业出版社，承担着国家级古籍整理。

1912年1月1日在上海创立，是辛亥革命的产物。1954年5月，中华书局总部迁址北京，1958年改为以整理古籍为主。

《资治通鉴》
《全唐诗》
《全宋词》
点校本“二十四史”
《甲骨文合集》



三联书店

出版社会科学读物为主，其出版物有专业性很强的学术著作，也有中等程度的知识读物，还有大众普及读物。

生活书店成立于1932年7月，创办人是邹韬奋、胡愈之、徐伯昕等，前身是创办于1925年的《生活周刊》。

《傅雷家书》
《金庸全集》
《我们仨》
《三联生活周刊》
《陈寅恪文集》
《钱钟书集》



人民文学出版社

该社以出版高档次高品位文化图书为主，兼顾通俗性读物。注重图书出版的系统性和系列化，力求较全面的反映中国及世界各国的优秀文学成果。

1951年3月，人民文学出版社在北京成立，属文化部领导。1971年，恢复出版工作，归国务院出版局领导。

《牵风记》
《应物兄》
“哈利·波特”系列
《庆余年》
《世界文学名著文库》
《新文学史料》



人民音乐出版社

主要出版音乐作品与理论类图书、乐谱，音乐教材教辅，电子音像、数字化等产品和专业期刊。

于1954年10月创立，是我国具有规模与影响力的音乐专业出版机构，前身为钱君匋先生1938年于上海创办的万叶书店。

《音乐研究》
《中国音乐教育》
《长城交响》
《历史的回声》
《嘹亮军歌》



中国大百科全书出版社

以出版百科全书和其他工具书为主，同时出版各种学术著作和知识普及读物的国家级大型出版社。下设知识出版社、中国大百科全书电子音像出版社两个副牌。

于1978年11月18日经国务院批准正式成立

《中国大百科全书》
《中印文化交流百科全书》
《音乐百科全书》
《中国京剧百科全书》
《儿童百科全书》



东方出版中心

图书出版形成以文史图书、经管图书为主的格局和特色。

前身是中国大百科全书出版社上海分社，成立于1978年11月18日。1995年更为现名。

《中国诗学》
《美国对华解密档案》
《中国学案史》
《中国广告》



中译出版社

以中外语言学习和中外文化交流为特色的出版格局，主要有“走出去”、社科文艺、外语学习、少儿、助学读物5条产品线，年出版新书300余种，引进和输出版权图书各约100余种。

1973年中国对外翻译出版有限公司经国务院批准成立，先后隶属于国家出版局、新闻出版总署、中国出版集团公司。2015年，公司出版板块分立融入中国出版。

《中国通史》（英文版）
《苏斯博士双语绘本》
《中亚文明史》
《非洲通史》



现代出版社

以大众历史、军事纪实、传记、励志、小说、经管、少儿、音乐等产品线为主要出版方向

成立于1982年，是中国出版集团旗下的一家极具市场意识、努力追求打造精品图书的综合性出版社，是全国首家通过ISO9001质量体系认证的出版单位。

《财务自由之路》
《恋爱的贡多拉》
《风雪追击》



世界图书出版

坚持“把世界介绍给中国，把中国介绍给世界”的办社宗旨；始终以出版科技学术、语言、工具类图书及大量引进国外科技学术专著、科技期刊、高等教育教材为主

成立于1986年，总部设在北京，是我国出版界最早跨地域经营的出版企业。

《周原甲骨文》
《富爸爸、穷爸爸》
《图说中国传统节日》
《中国书法大字典》



华文出版社

立足统战优势，以传记文学为主攻方向，着力打造并努力形成以传记文学为主的产品线，以统战文化、宗教文化为鲜明特色的产品体系。

成立于1987年10月，由中央统战部创办，2010年成为中国出版集团公司旗下重要的人文社科出版机构。

《故宫六百年》
《西藏历史图说》
《荣归——香港回归的前前后后》



中国民主法制出版社

以“立足人大工作，服务民主法制”为宗旨，坚持正确的出版导向，开展各项出版工作，为宣传宪法、法律和人民代表大会制度发挥积极作用。

成立于1989年2月，原系隶属于全国人大常委会办公厅的一家中央级出版社。2010年实现了转企、改制、重组，成为中国出版集团公司成员单位。

《全国人民代表大会年鉴》
《中国改革开放新时期年鉴（40卷）》
《大国崛起》
《复兴之路》
《于丹<庄子>心得》



中国美术出版总社

打造美术专业出版、教育出版、连环画出版、期刊出版四大传统板块，以及美术教育、艺术品交易两大新兴板块，形成了集出版、教育、创作、展览、交易为一体的全产业链。

于1998年5月15日成立，下辖人民美术出版社、连环画出版社。

《开国大典》
《水浒》
《全国各民族大团结》
《地球的红飘带》
《平凡的世界》



现代教育出版社

以“调结构、强动力、稳中求发展”为战略重点，以“少儿、教育”为产品主线，主要以0-18岁儿童、少年、青年为读者对象，精心打造“大阅读”和“教材教辅”两大板块。

于2004年4月8日，隶属于中国出版集团有限公司。

《北大阅读课》
《中国梦》
《晚霞中的红蜻蜓》
《台湾文学史》

资料来源：公司官网，招商证券

公司出版了一大批脍炙人口、拥有社会影响力的作品。人民文学出版社出版的《牵风记》和《应物兄》获第十届茅盾文学奖；中国首位诺贝尔文学奖得主莫言的作品《晚熟的人》也由人民文学出版社在2020年出版；《庄子的世界》、《人类的终极问题》、《地图简史》3种图书入选2019年度中国好书；《中国诗学史》等22种入选国家出版基金项目，《习近平扶贫故事》等8种入选2020年中宣部主题出版重点出版物选题。

图 14: 中国出版旗下近年获奖图书



资料来源：当当网，招商证券

公司出版品种丰富，具有鲜明规模优势，市占率行业领先。公司每年出版图书品种在两万左右，其中 2019 年印数万册以上图书占比 34%，销售 10 万册以上图书 185 种。此外，公司近年来图书重印率在 60%以上，表明公司出版的图书具有长期市场价值，能够稳定回报。2019 年在学术文化、教育和教辅三类图书细分市场分别以 8.33%、32.8% 和 4.85% 的占有率保持第一，少儿和传记类图书市场以 5.32% 和 8.09% 的份额名列第二；2020 年 1-6 月，公司在图书零售市场上占有率为 6.99%，市场排名第一。

表 2: 2017-2019 年中国出版图书出版情况

年份	图书出版情况
2017 年	年销售万册以上图书 1207 种，重印率 55.8%；年销售 10 万册以上图书 142 种，增幅 7%，其中新书 20 种，增幅 42%
2018 年	全年出书 20000 余种，其中新书 8000 余种，重印率为 62.3%。销售 5 万册以上新书 143 种，销售 10 万册以上新书 59 种
2019 年	全年出书 21000 余种，其中新书 7300 余种，重印率约为 66.61%；单品种效益稳步提升，印数万册以上图书占比 34%，销售 10 万册以上图书 185 种。

资料来源：公司年报，招商证券

表 3: 2019 年中国出版图书市场占有率

统计口径	零售			实体书店			网上书店		
	码洋占有率 (%)	同比变化 (百分点)	排名	码洋占有率 (%)	同比变化 (百分点)	排名	码洋占有率 (%)	同比变化 (百分点)	排名
整体市场	7.75	0.26	1	7.1	-0.13	1	7.87	0.31	1
学术文化类	8.33	-0.43	1	9.83	1.93	1	8.06	-0.98	1
教育类	32.8	7.27	1	7.61	0.11	1	34.11	6.88	1
教辅类	4.85	1.07	1	3.32	0.59	4	5.48	1.13	1
少儿类	5.32	-0.02	2	4.97	0.16	5	5.35	-0.07	2
传记类	8.09	-1.71	2	7.38	-2.2	3	8.32	-1.56	2
文学类	8.86	-0.51	3	11.41	-0.56	1	8.27	-0.39	3
经管类	2.07	0.58	4	1.9	0.51	4	2.09	0.59	4
心理自助类	2.84	-0.69	4	3.08	0.51	4	2.82	-0.82	4
科技类	2.13	0.33	4	1.63	0.23	6	2.17	0.31	4
美术类	3.62	0.33	8	4.11	0.14	5	3.53	0.39	8

资料来源：北京开卷，招商证券

2、走出去面向世界，数字化着眼未来

在国际舞台讲好中国故事，宣传中国制度优势。公司作为国务院出资成立的出版界团旗

下的上市公司，自然承担着传播中国文化、弘扬中国制度优势的使命。公司近年来积极推进中国名家名作推广计划、外国人写作中国计划，启动中国百科进俄罗斯，中印互译出版 8 种图书。出版了包括《牵风记》英语、土耳其语、阿拉伯语、韩语版，《白鹿原》《芙蓉镇》日语版，《慈悲》《朗读者》波斯语版，《抉择》意大利、俄罗斯版，《九州缥缈录》韩文版，《“一带一路”——引领包容性全球化》英文版等众多优质版权。2018 年，公司版权输出 1058 项；2019 年，公司输出版权 979 种输出版权，持续保持图书版权输出的领先地位。

图 15：中国出版走出去的部分成果



资料来源：公司官网，招商证券整理

数字化改造深挖产品价值，聚焦未来发展。近两年，公司加强开发专业数据库、线上教育服务及数字化技术服务。发布了《现代汉语词典》（第 7 版）APP、《牛津高阶英汉双解词典》（第 9 版）APP，辞书数字化迈出关键步伐；此外还推出了艺狮知识服务平台和诗词中国 APP，公司旗下的《三联生活周刊》获得广泛关注。

图 16：中国出版的部分数字出版成果



现代汉语词典 APP 商务印书馆 APP 词源（第三版）艺狮知识服务平台 诗词中国 APP

资料来源：公司官网，招商证券整理

3、新华字典第十二版面世，建党百年迎来主题出版新契机

《新华字典》（第 12 版）2020 年 8 月面世。1953 年 10 月《新华字典》推出初版（上一次修订为 2011 年），迄今为之已印刷发行超过 6 亿册，先后荣获国家图书奖荣誉奖、国家辞书奖特别奖等重大奖项，并于 2016 年获得“最受欢迎的字典”和“最畅销的书”

（定期修订）”两项吉尼斯世界纪录。如今，新生入学配备新华字典几乎是中小学教育的不成文规定，而新字典内容的改版涉及到字形和读音的变化，也会因为更新字典带来一定增量，即改版后的字典的主要购买者将不仅仅局限于入学新生，这有望支撑公司未来业绩。

图 17：新华字典的改版历程



资料来源：新华网，招商证券

（2）主题出版书籍借力建党百年或将迎来新高潮

身为出版领域的“国家队”成员，公司在主题出版方面具有鲜明的传统优势。公司出版的《习近平扶贫故事》等 8 种入选 2020 年中宣部主题出版重点出版物选题，2019 年围绕国庆七十周年也出版了 200 余种主题出版物。2021 年是建党一百周年，公司已策划相关出版物，有望积极发挥在主题出版物方向的传统优势，出版更多回顾中国共产党峥嵘岁月、总结中国发展成就的经典作品。

图 18：近期公司出版的部分主题出版物



资料来源：公司官网，招商证券

四、盈利预测

北京开卷数据显示，2020 年上半年，受新冠疫情影响，整体图书零售市场同比呈现负增长下降 9.29%，实体店渠道同比下降了 47.36%，网店渠道则同比上升了 6.74%。不过，进入 7 月之后各地进一步放宽限制，鼓励实体消费，下半年中小学全面复课，图书市场有望回暖。

图 19: 实体书店渠道指数变化图



资料来源：北京开卷，招商证券

一方面，公司图书品类丰富，营业收入连续三年同比增速在 13% 以上，2019 年同比增速为 18.36%，考虑到疫情对上半年出版行业有较大冲击，整体图书销售情况有所不佳，恐将在一定程度上拖累 2020 年全年营业收入。

另一方面，按照目前疫情发展态势，出版行业将逐步复苏，2021 年营业收入与净利润水平预计可以回到 2019 年之前的自然增速水平。此外，2020 年 8 月公司出版的《新华字典（第 12 版）》面世，《新华字典》的线下销售主要由各地新华书店代销，按照公司收入确认原则，公司在字典发出并且收到受托单位代销清单时才可确认收入，由于下游新华书店回款速度相对较慢，按照以往经验这部分收入大多需在 2021 年 1-2 月才能予以确认，预计将为 2021 年公司业绩提供有力支撑。

表 4: 中国出版营业收入（单位：亿元）预测拆分

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	46.97	53.31	63.15	61.85	75.55	88.45
YOY	12.99%	13.52%	18.44%	-2.05%	22.14%	17.08%
毛利率	34.05%	33.25%	32.47%	35.18%	37.30%	33.72%
出版业务						
收入	33.17	37.33	40.48	39.27	51.83	64.27
YOY	16.05%	12.55%	8.44%	-3.00%	32.00%	24.00%
毛利率	38.53%	39.27%	39.89%	43.01%	44.78%	39.45%
发行业务						
收入	4.28	4.34	7.30	7.52	7.86	8.32
YOY	-9.85%	1.31%	68.26%	3.00%	4.60%	5.80%
毛利率	38.21%	32.12%	28.72%	33.31%	30.74%	27.43%

物资供应业						
收入	4.79	6.42	9.09	8.96	9.12	9.25
YOY	29.69%	34.03%	41.66%	-1.45%	1.79%	1.43%
毛利率	2.46%	2.00%	1.74%	1.96%	1.75%	1.73%
印刷业务						
收入	1.99	2.06	2.03	2.01	2.06	2.13
YOY	-17.38%	3.49%	-1.28%	-1.16%	2.49%	3.40%
毛利率	13.34%	10.20%	12.19%	13.73%	12.36%	12.37%
其他业务						
收入	0.83	1.14	2.48	2.29	2.63	2.94
YOY	7.68%	36.83%	117.84%	-7.71%	14.85%	11.79%
毛利率	18.00%	7.62%	23.03%	24.63%	23.32%	24.09%

资料来源: Wind、招商证券

综上所述,考虑到疫情影响逐渐式微以及《新华字典(第12版)》与主题出版有望积极贡献增量,我们预计2020-2022年公司分别实现主营业务收入61.85/75.55/88.45亿元,实现净利润7.13/9.49/10.80亿元,对应PE分别为13.2/9.9/8.7,首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

表5: 可比公司估值情况

证券代码	公司	总市值	收盘价	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603096.SH	新经典	66.03	48.50	1.78	2.00	2.32	2.72	29.46	24.27	20.87	17.83
601928.SH	凤凰传媒	183.23	7.20	0.53	0.57	0.63	0.66	14.24	12.71	11.39	10.85
601900.SH	南方传媒	78.93	8.81	0.82	0.78	0.87	1.03	10.64	11.23	10.14	8.54
601858.SH	中国科传	96.28	12.18	0.59	0.57	0.67	0.75	18.81	21.45	18.05	16.31
601811.SH	新华文轩	130.66	10.59	0.92	0.97	1.06	1.17	15.08	10.91	9.96	9.08
601098.SH	中南传媒	193.79	10.79	0.71	0.75	0.84	0.92	16.67	14.42	12.89	11.68
300788.SZ	中信出版	82.66	43.47	1.55	1.34	1.69	1.99	40.81	32.53	25.67	21.79

资料来源: Wind、招商证券

通过行业内可比公司估值情况看,中国出版估值较低且具有一定成长性,优质资产核心价值有望进一步被认知。

五、风险提示

- 1、新书面世表现不及预期。**新书发行尤其是《新华字典》面世后表现不及预期存在一定不确定性。
- 2、市场竞争加剧风险。**大众图书出版以及教辅教材类图书竞争对手较多，存在市场竞争进一步加剧的风险。
- 3、图书销售平台竞争加剧，折扣力度增加的风险。**当当、京东等图书销售平台为争夺客户存量与增量加大打折力度。
- 4、秋冬疫情反复的风险。**若秋冬疫情反复造成线下教学或复工进程延宕，可能会进一步冲击出版行业以及公司业务。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9026	10025	10515	11863	13523
现金	4561	5090	5903	6504	7134
交易性投资	0	700	700	700	700
应收票据	4	11	10	13	15
应收款项	666	830	813	993	1162
其它应收款	57	55	54	66	77
存货	2789	3077	2784	3289	4071
其他	949	263	250	299	363
非流动资产	2699	3188	3078	2979	2891
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	1091	1094	1086	1079	1072
无形资产	755	923	831	748	673
其他	846	1164	1154	1145	1139
资产总计	11725	13213	13592	14843	16414
流动负债	3096	3698	3536	3998	4714
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款	1728	2021	1901	2245	2779
预收账款	525	691	649	767	950
其他	812	986	986	986	986
长期负债	1533	1799	1799	1799	1799
长期借款	224	508	508	508	508
其他	1309	1291	1291	1291	1291
负债合计	4628	5497	5336	5798	6514
股本	1823	1823	1823	1823	1823
资本公积金	1169	1169	1169	1169	1169
留存收益	3148	3660	4161	4897	5692
少数股东权益	958	1065	1104	1157	1217
归属于母公司所有者权益	6139	6651	7152	7888	8683
负债及权益合计	11725	13213	13592	14843	16414

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	633	794	826	566	621
净利润	601	703	713	949	1080
折旧摊销	135	143	188	176	166
财务费用	-10.58	(164)	(149)	(163)	(178)
投资收益	(115)	(2)	(127)	(164)	(193)
营运资金变动	(123)	169	173	(305)	(344)
其它	145	(55)	28	73	91
投资活动现金流	(3786)	(861)	49	86	115
资本支出	(264)	(284)	(78)	(78)	(78)
其他投资	(3522)	(578)	127	164	193
筹资活动现金流	(147)	84	(62)	(51)	(107)
借款变动	(72)	150	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
股利分配	(160)	(182)	(211)	(214)	(285)
其他	85	117	149	163	178
现金净增加额	(3300)	17	812	601	630

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5331	6315	6185	7555	8845
营业成本	3559	4264	4010	4737	5863
营业税金及附加	34	38	37	46	53
营业费用	450	498	575	665	743
管理费用	793	793	705	1043	1088
研发费用	34	46	55	67	64
财务费用	(11)	-164.17	(149)	(163)	(178)
资产减值损失	(115)	(231)	(274)	(253)	(186)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	188	185	103	132	164
投资收益	115	30	24	32	29
营业利润	660	795	805	1072	1218
营业外收入	13	12	8	11	10
营业外支出	20	15	6	8	10
利润总额	653	792	807	1075	1219
所得税	34	51	55	73	79
少数股东损益	17	39	40	53	60
归属于母公司净利润	601	703	713	949	1080

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	14%	18%	-2%	22%	17%
营业利润	-11%	20%	1%	33%	14%
净利润	-14%	17%	1%	33%	14%
获利能力					
毛利率	33.2%	32.5%	35.2%	37.3%	33.7%
净利率	11.3%	11.1%	11.5%	12.6%	12.2%
ROE	9.8%	10.6%	10.0%	12.0%	12.4%
ROIC	8.3%	7.5%	7.0%	8.9%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	41.6%	39.3%	39.1%	39.7%
净负债比率	2.2%	3.8%	3.7%	3.4%	3.1%
流动比率	2.9	2.7	3.0	3.0	2.9
速动比率	2.0	1.9	2.2	2.1	2.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.4	1.5	1.4	1.6	1.6
应收帐款周转率	8.0	8.4	7.4	8.3	8.1
应付帐款周转率	2.1	2.3	2.0	2.3	2.3
每股资料 (元)					
EPS	0.33	0.39	0.39	0.52	0.59
每股经营现金	0.35	0.44	0.45	0.31	0.34
每股净资产	3.37	3.65	3.92	4.33	4.76
每股股利	0.10	0.12	0.12	0.16	0.18
估值比率					
PE	15.7	13.4	13.2	9.9	8.7
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.3	12.1	10.7	8.3	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。2018 年水晶球第三名，第一财经第二名。2019 年新财富第三名。

谢笑妍：招商证券研发中心传媒行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，四年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，所在团队新财富 2017 年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖 2017 年环保行业最佳分析师第二名，2020 年加入招商传媒团队。

陈良栋：招商证券研发中心传媒行业研究助理。新加坡国立大学应用经济学硕士，2019 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。